



RIKSREVISIONEN

RiR 2010:2

# Regeringens försäljning av Vasakronan

ISBN 978 91 7086 206 9

RiR 2010:2

Tryck: Riksdagstryckeriet, Stockholm 2010

---

Till regeringen  
Näringsdepartementet

Datum: 2010-03-05  
Dnr: 33-2008-1089

## Regeringens försäljning av Vasakronan

Riksrevisionen har granskat regeringens försäljning av Vasakronan. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport.

Företrädare för Regeringskansliet har fått tillfälle att faktagranska och i övrigt lämna synpunkter på utkast till rapport.

Rapporten överlämnas till regeringen i enlighet med 9 § lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. Rapporten överlämnas samtidigt till Riksrevisionens styrelse.

Rapporten innehåller slutsatser och rekommendationer som avser Regeringskansliet. Riksrevisionen kommer att följa upp granskningen.

Riksrevisor *Eva Lindström* har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör *Jenny Odhnöff* har varit föredragande. Granskningsenhetschef *Gina Funnemark*, revisionsdirektör *Cristina Eriksson* och revisionsdirektör *Dimitrios Ioannidis* har medverkat vid den slutliga handläggningen.

Eva Lindström

Jenny Odhnöff

*För kännedom:*  
Näringsdepartementet  
Finansdepartementet



# Innehåll

Sammanfattning	7
1 Inledning	11
1.1 Bakgrund	11
1.2 Syfte och revisionsfrågor	11
1.3 Utgångspunkter	12
1.4 Bedömningsgrunder	12
1.5 Metod och genomförande	14
1.6 Rapportens disposition och omfattning	14
2 Vasakronan och marknadsförutsättningarna vid tidpunkten för försäljningen	15
2.1 Beskrivning av Vasakronan	15
2.2 Beskrivning av marknadsförutsättningarna vid tidpunkten för försäljningen	17
3 Försäljningens förberedande fas	19
3.1 Förvaltande fas	19
3.2 Inför regeringens principbeslut	20
3.3 Säljarens planering efter regeringens principbeslut	21
3.4 Avskiljning av kulturfastigheter	22
3.5 Upphandling av rådgivare	24
3.6 Värdering av bolaget	25
3.7 Val av metod för försäljningen	26
3.8 Förbereda informationspaket	27
4 Försäljningens genomförandefas	29
4.1 Identifiera och kontakta potentiella köpare	29
4.2 Indikativa bud	29
4.3 Urval av potentiella köpare	29
4.4 Genomförandet av due diligence	30
4.5 Motivera ledning och nyckelpersoner	30
4.6 Bindande, slutligt bud	31
4.7 Slutförhandling	31
4.8 Överlåtelseavtal	32
4.9 Slutförande av försäljningen	33
4.10 Uppföljning	34
5 Dokumentation och redovisning av försäljningen	35
5.1 Dokumentation	35
5.2 Redovisningen av försäljningen	35
6 Slutsatser och rekommendationer	37
6.1 Revisionsfråga 1: Genomförde regeringen försäljningen av Vasakronan i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och best practice för aktuell försäljning?	37
6.2 Revisionsfråga 2: Har regeringen redovisat försäljningens genomförande till riksdagen på ett tillfredsställande sätt?	38
6.3 Jämförelse med regeringens försäljning av Vin & Sprit samt 8 procent av aktierna i TeliaSonera	38
6.4 Rekommendationer	39
Bilaga 1 Best practice för försäljning av ett helägt statligt fastighetsbolag	41
Bilaga 2 Regeringens redovisning av försäljningen	49
Bilaga 3 Definitioner och förkortningar	53
Källförteckning	55



# Sammanfattning

Regeringen beslutade den 3 juli 2008 att avyttra statens aktier i Civitas Holding, ett bolag som ägde samtliga aktier i Vasakronan. Aktierna såldes till AP Fastigheter för 41,1 miljarder kronor inklusive köparens övertagande av nettoskulder och andra åtaganden om 16,5 miljarder kronor.

Försäljning av ett bolag, i sin helhet eller i delar, är ett omfattande arbete. Enligt näringsutskottets betänkande 2006/07:NU16 ska regeringen i försäljningsprocessen följa budgetlagen och bör inte ta andra än affärsmässiga hänsyn när försäljningarna genomförs. Det finns i begränsad utsträckning lagar som reglerar hur försäljning av bolag ska genomföras. Försäljningsprocessen får anpassas till det specifika bolaget och dess förutsättningar, säljarnas önskemål, villkor och övriga marknadsförutsättningar.

I arbetet med att konkretisera bedömningsgrunderna har Riksrevisionen strävat efter att identifiera de krav på kvalitet som bör vara uppfyllda i en försäljningsprocess för att uppnå högsta pris och övriga villkor. Denna operationalisering av affärsmässighet, s.k. best practice, har sammanställts med hjälp av expertis från marknaden på basis av erfarenheter från jämförbara försäljningar. Best practice är inte en lika stark bedömningsgrund som ett juridiskt regelsystem eller riksdagens beslut utan utgör ett komplement till de överordnade bedömningskriterierna.

## Granskningens inriktning

Följande övergripande frågor ställs i granskningen:

- Genomförde regeringen försäljningen av Vasakronan i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och best practice för aktuell försäljning?
- Har regeringen redovisat försäljningens genomförande till riksdagen på ett tillfredsställande sätt?

## Slutsatser

*Revisionsfråga 1: Genomförde regeringen försäljningen av Vasakronan i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och best practice för aktuell försäljning?*

Granskningen visar att försäljningen av Vasakronan genomfördes i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och i flera avseenden enligt vad som kan karaktäriseras som best practice för aktuell försäljning.

Granskningen visar dock att förberedelsefasen kunde ha genomförts mer effektivt. Det grundläggande förarbetet, t.ex. etablering av projektgrupp, inledande analys av bolaget och dess marknad, samt tidsåtgången inför upphandling av rådgivare, hade enligt Riksrevisionens granskning kunnat inledas och genomföras tidigare. Det är Riksrevisionens bedömning att bättre förutsättningar då hade skapats för att anpassa försäljningen till rådande marknadsförutsättningar. Den gemensamma beredningen inom Regeringskansliet avseende avskiljningen av vissa kulturfastigheter drog ut på tiden. Avsaknaden av tydlighet i avskiljningen skapade osäkerhet och försvårade för budgivarna att beräkna det bud som de skulle lämna på bolaget.

Det är rimligt att försäljningen av Vasakronan genomfördes under första halvåret 2008. Om förberedelserna hade inletts tidigare och den gemensamma beredningen inom Regeringskansliet avseende avskiljandet av kulturfastigheterna hade genomförts snabbare kunde emellertid försäljningen ha genomförts tidigare, dvs. under något bättre förhållanden utifrån ett ekonomiskt perspektiv. En liten påverkan på ett bud i en så stor transaktion som försäljningen av Vasakronan blir i absoluta termer stor.

*Revisionsfråga 2: Har regeringen redovisat försäljningens genomförande till riksdagen på ett tillfredsställande sätt?*

Regeringen gav i budgetpropositionen för år 2009 en god beskrivning av försäljningen av Vasakronan. Utöver händelseförloppet redovisades även det belopp som skulle användas för att betala av på statsskulden. I budgetpropositionen för år 2010 redovisades de totala kostnaderna för rådgivare i transaktionen.



### *Jämförelse med regeringens försäljning av Vin & Sprit samt 8 procent av aktierna i TeliaSonera*

Regeringen har förstärkt sin kompetens när det gäller praktisk transaktionserfarenhet genom att rekrytera ytterligare personer med relevant kompetens från bolagsförsäljningar. Dessa personer var vid försäljningstillfället emellertid få, vilket medförde att organisationen och försäljningsprocessen blev beroende av ett fåtal individer som från tid till annan blev överbelastade.

Regeringskansliet har genomfört en uppföljning av försäljningens genomförande. Framtida utvärderingar bör emellertid i högre grad fokusera på att identifiera möjligheter till ytterligare förbättringar.

Regeringskansliets akt innehåller omfattande dokumentation om försäljningen. Akten är systematiskt strukturerad och ger en god överblick av ärendets handläggning.

Regeringens redovisning av försäljningen till riksdagen har förbättrats jämfört med tidigare försäljningar.

## **Rekommendationer**

Riksrevisionens iakttagelser och slutsatser kring regeringens försäljning av Vasakronan föranleder Riksrevisionen att rekommendera följande:

- Regeringen bör inför framtida försäljningar sammanställa kvalitetskriterier för försäljningsprocessen på basis av tidigare erfarenheter från jämförbara försäljningar.
- Regeringen bör vid framtida försäljningar inleda och genomföra det grundläggande förarbetet tidigt i processen för att möjliggöra anpassningar till förändringar i marknadsförutsättningarna.
- Regeringen bör i framtida försäljningar tidigt skapa tydlighet angående vad som ska säljas för att underlätta för potentiella köpare att lämna bud på objektet.



# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Regeringen har uttalat att statens ägande av bolag ska minskas. En del i att vara en aktiv och ansvarsfull ägare är att avyttra bolag när det inte längre finns skäl till fortsatt ägande.<sup>1</sup> Regeringen har uttryckt sin avsikt att minska ägandet i Nordea, OMX, SBAB, TeliaSonera, Vin & Sprit och Civitas Holding som ägde Vasakronan.<sup>2</sup> Dessa bolag verkar på marknader som är helt kommersiella och därmed präglas av fritt tillträde och fri konkurrens.

I juni 2007 bemyndigades regeringen att inleda försäljningsprocessen och minska ägandet i de sex bolagen. Under år 2008 avyttrade regeringen sina aktieinnehav i OMX, Vin & Sprit och Civitas Holding, som ägde Vasakronan.

## 1.2 Syfte och revisionsfrågor

Riksrevisionen har beslutat att bevaka och granska regeringens försäljning av statliga bolag.<sup>3</sup> Tidigare har Riksrevisionen granskat bl.a. försäljningarna av TeliaSonera och Vin & Sprit. I november 2009 beslutades att Riksrevisionen skulle inleda en effektivitetsgranskning av genomförandet av regeringens försäljning av Vasakronan. Följande övergripande frågor ställs i granskningen:

- Genomförde regeringen försäljningen av Vasakronan i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och best practice för aktuell försäljning?
- Har regeringen redovisat försäljningens genomförande till riksdagen på ett tillfredsställande sätt?

---

<sup>1</sup> Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2007, Statens ägarpolicy, Näringsdepartementet.

<sup>2</sup> Prop. 2006/07:57, bet. 2006/07:NU16, rskr. 2006/07:217 Försäljning av vissa statligt ägda företag.

<sup>3</sup> Riksrevisionens strategiska inriktning 2008–2011.

## 1.3 Utgångspunkter

### 1.3.1 *Regeringen har varit granskningsobjektet*

I juni 2007 bemyndigade riksdagen regeringen att minska ägandet i sex bolag, bl.a. Civitas Holding som ägde Vasakronan. Statsrådet Mats Odell har för de bolag som aviserats för försäljning ett förordnande enligt 7 kap. 5 § regeringsformen och ska i Näringsdepartementet ansvara för försäljning och förvaltning av dessa bolag. Beslut om försäljning av aktier i dessa bolag fattas av regeringen. Näringsdepartementets enhet för statligt ägande ansvarar för ärendenas beredning. Andra departement inom Regeringskansliet som har varit av vikt för denna granskning är bl.a. Finansdepartementet, Justitiedepartementet, Kulturdepartementet och Försvarsdepartementet.

## 1.4 Bedömningsgrunder

### 1.4.1 *Lagar*

Hög effektivitet ska eftersträvas och god hushållning iakttas i statens verksamhet<sup>4</sup>. Försäljning av lös egendom ska genomföras affärsmässigt, om inte särskilda skäl talar mot det enligt budgetlagen<sup>5</sup>. Affärsmässighet definieras<sup>6</sup> som att det ska tillses att priset blir så fördelaktigt som möjligt för staten och att försäljningar till underpris inte äger rum. Vidare ska försäljningsärenden handläggas utan ovidkommande hänsyn.

### 1.4.2 *Riksdagens beslut och uttalanden*

#### **Försäljning av vissa bolag**

Den 16 oktober 2006 redogjorde regeringen för riksdagen sin avsikt att minska statens ägande i vissa bolag.<sup>7</sup> Vid en presskonferens den 14 december 2006 presenterade regeringen de sex bolag som den avsåg att avyttra under mandatperioden. Den 1 mars 2007 föreslog regeringen att riksdagen skulle ge regeringen ett bemyndigande att avyttra hela eller delar av aktieinnehavet i bolagen.<sup>8</sup>

<sup>4</sup> 1 § lagen (1996:1059) om statsbudgeten.

<sup>5</sup> 29 § lagen (1996:1059) om statsbudgeten.

<sup>6</sup> Prop. 1995/96:220 s. 110, bet. 1996/97:KU3, rskr 1996/97:27 Lag om statsbudgeten.

<sup>7</sup> Prop. 2006/07:1 Budgetpropositionen för 2007.

<sup>8</sup> Prop. 2006/07:57, bet. 2006/07:NU16, rskr. 2006/07:217 Försäljning av vissa statligt ägda företag.

Näringsutskottet höll den 26 april 2007 en offentlig utfrågning med anledning av regeringens förslag om försäljning av vissa statligt ägda bolag. Vid denna betonade statsrådet att processen skulle vara öppen och transparent. Försäljningarna skulle ske på ett sätt som vid en samlad bedömning ansågs vara det mest affärsmässiga. Statsrådet betonade även vikten av att minimera kostnaderna för själva transaktionen.

Riksdagen bemyndigade den 20 juni 2007 regeringen att inleda en försäljningsprocess och att minska ägandet i de sex bolagen.<sup>9</sup> Som likvid vid försäljningarna bemyndigades regeringen även kunna motta aktier eller andra former av tillgångar. Riksdagen beslutade också att de kostnader som uppkommer för staten i samband med försäljningen av aktierna får avräknas mot försäljningsintäkterna.

Beträffande försäljningsprocessen och kontrollen av försäljningarna framhöll näringsutskottet att regeringen ska följa budgetlagen och inte ta andra än affärsmässiga hänsyn när försäljningarna genomförs. Kontrollen av försäljningarna skulle enligt näringsutskottet ske genom frågeinstitutet i riksdagen och konstitutionsutskottets granskning. Näringsutskottet avsåg dessutom att följa regeringens arbete med försäljningarna.<sup>10</sup>

### **Undantag från försäljningarna**

På initiativ av Statens fastighetsverk i februari 2007 och näringsutskottets uttalande i betänkande 2006/07:NU16 beslutades att vissa byggnader som bedömdes ha ett särskilt kulturhistoriskt värde eller annat särskilt värde för det svenska folket skulle tas ut ur beståndet innan försäljningen av Vasakronan.<sup>11</sup> Efter att ärendet beretts inom Regeringskansliet gav regeringen den 13 mars 2008 i uppdrag åt Statens fastighetsverk att genomföra byte av vissa fastigheter.

#### **1.4.3 Best practice**

Försäljning av ett bolag, i sin helhet eller i delar, är ett omfattande arbete. Enligt näringsutskottets betänkande 2006/07:NU16 ska regeringen i försäljningsprocessen följa budgetlagen och bör inte ta andra än affärsmässiga hänsyn när försäljningarna genomförs. Det finns i begränsad utsträckning lagar som reglerar hur försäljning av bolag ska genomföras. Försäljningsprocessen får anpassas till det specifika bolaget och dess förutsättningar, säljarnas önskemål, villkor och övriga marknadsförutsättningar.

---

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> Bet. 2006/07:NU16 Försäljning av vissa statligt ägda företag.

<sup>11</sup> Bet. 2006/07:NU16 Försäljning av vissa statligt ägda företag.

I arbetet med att konkretisera bedömningsgrunderna har Riksrevisionen strävat efter att identifiera de krav på kvalitet som bör vara uppfyllda i en försäljningsprocess för att uppnå högsta pris och övriga villkor. Denna operationalisering av affärsmässighet, s.k. best practice, har sammanställts med hjälp av expertis från marknaden på basis av erfarenheter från jämförbara försäljningar. Best practice är inte en lika stark bedömningsgrund som ett juridiskt regelsystem eller riksdagens beslut utan utgör ett komplement till de överordnade bedömningskriterierna. Den best practice som Riksrevisionen sammanställt återfinns som bilaga 1.

## 1.5 Metod och genomförande

Granskningens iakttagelser baseras på aktgranskning, övrig dokumentation från Regeringskansliet samt intervjuer med företrädare för Regeringskansliet. Avstämning har gjorts med företrädare för Vasakronan. Riksrevisionen har intervjuat investmentbanken JPMorgan, fastighetskonsulten Catella Corporate Finance och advokatfirman Cederquist, som var de huvudsakliga rådgivarna till regeringen vid försäljningen. Regeringskansliet har beretts möjlighet att genomföra faktagranskning av granskningsrapporten.

Riksrevisionen har även anlitat ett flertal konsulter med affärsmässig, finansiell och juridisk kompetens och erfarenhet som verifierat delar av bedömningsgrunderna samt kvalitetssäkrat de analyser som ligger till grund för granskningens slutsatser, särskilt med avsikt på tidpunkten för försäljningen och dess resultat. Riksrevisionen har dessutom arbetat med ett informellt nätverk där meriterade experter på frivillig basis delat med sig av sina erfarenheter.

## 1.6 Rapportens disposition och omfattning

Efter detta inledande avsnitt följer avsnitt 2 som beskriver Vasakronan och marknadsförutsättningarna vid tillfället för försäljningen. Avsnitt 3 innehåller iakttagelser av de olika momenten i försäljningens förberedande fas. Iakttagelser för genomförandefasen presenteras i avsnitt 4 och iakttagelser om dokumentation och redovisning av försäljningen redovisas i avsnitt 5. Granskningsrapporten avslutas med slutsatser och rekommendationer som presenteras i avsnitt 6.

I bilaga 1 redovisas en sammanställning av den metod som expertis från marknaden anser vara den mest effektiva vid försäljning av ett helägt statligt fastighetsbolag, den s.k. best practice som granskningen utgått från.

I bilaga 2 återges regeringens redovisning till riksdagen av försäljningen. I bilaga 3 återfinns definitioner och förkortningar som använts i granskningsrapporten.

## 2 Vasakronan och marknadsförutsättningarna vid tidpunkten för försäljningen

### 2.1 Beskrivning av Vasakronan

Vasakronan bildades år 1993 då fastigheter med blandad verksamhet förvärvades från Byggnadsstyrelsen för totalt 17,2 miljarder kronor inklusive kostnad för lagfart och stämpelskatt. Riksdagen hade året dessförinnan beslutat att avveckla dåvarande Byggnadsstyrelsen och bilda fyra nya enheter.<sup>12</sup> Detta var en konsekvens av ändrade regler för styrning av myndigheter som bl.a. innebar att Byggnadsstyrelsens s.k. lokalförsörjningsmonopol upphörde. Myndigheterna skulle nu i stället själva få välja sina lokaler och även svara för kostnaderna för dessa. I ett tillägg till proposition 1991/92:44 om riktlinjer för den statliga fastighetsförvaltningen och ombildning av Byggnadsstyrelsen m.m. framhölls att det inte var nödvändigt för staten att, direkt eller indirekt, äga fastigheter för kontorsändamål.

Från etableringen år 1993 ägdes Vasakronan av svenska staten och förvaltades av Finansdepartementet. Vid årsskiftet 2002/03 övertog Näringsdepartementet ägarstyrningen av majoriteten av de statliga bolagen, inklusive Vasakronans moderbolag Civitas Holding. Ägaren gav Vasakronan uppdraget att bedriva en effektiv förvaltning med högsta möjliga långsiktiga totalavkastning som mål. Vasakronan skulle agera som ett konkurrensutsatt bolag på samma villkor som övriga fastighetsaktörer. Detta ledde till en omfattande strukturomvandling, där fastighetsbeståndet renodlades till kommersiella fastigheter och fokuserades till storstadsregionerna. Fastigheter i städer med begränsad tillväxt avyttrades och fastigheter förvärvades i attraktiva lägen i expansiva regioner med högre tillväxt där värdeutvecklingen bedömts vara större.

---

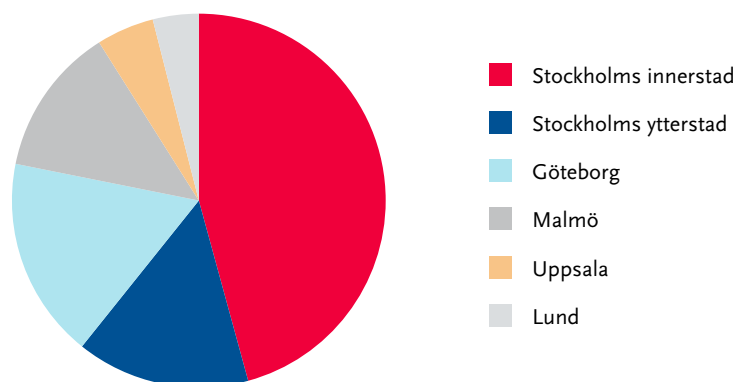
<sup>12</sup> Vasakronan, Akademiska Hus, Statens fastighetsverk och Statens lokalförsörjningsverk.

Nedanstående tabell visar en sammanställning av Vasakronans finansiella ställning och vissa nyckeltal från år 2004 t.o.m. delåret 2008.

Nyckeltal Mdr kr	2004	2005	2006	2007	jan–jun 2007	jan–jun 2008
<i>Fastighetsrelaterade</i>						
Marknadsvärde, fastigheter	32,9	32,9	38,2	45,2	41,2	46,7
Orealiserad värdeförändring, fastigheter	-0,2	0,9	3,3	4,7	2,4	0,2
Vakansgrad, hyra, %	12	8	7	4	5	4
<i>Finansiella</i>						
Hysesintäkter	2,7	2,7	2,7	2,9	1,4	1,5
Driftöverskottsmarginal, %	58	62	66	67	68	70
Rörelseresultat	1,6	1,7	1,9	2,0	0,9	1,2
Räntebärande skulder	14,7	12,6	11,7	12,9	12,3	14,8
Räntetäckningsgrad, ggr	2,7	3,4	3,5	5,5	5,8	4,6
Kassaflöde	0,4	1,1	0,7	1,6	0,8	0,8
Investeringar	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-0,6	-1,1
Soliditet, %	46	50	55	55	54	53

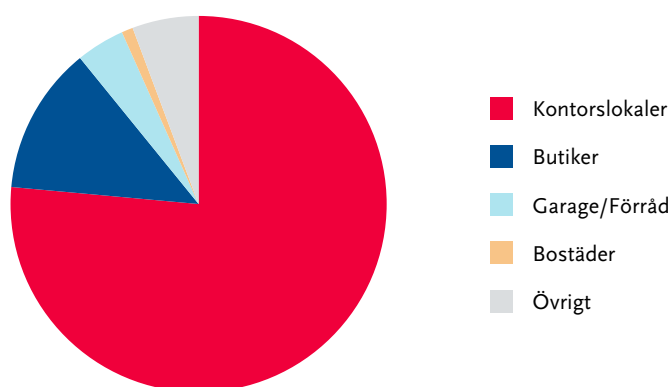
Källa: Vasakronans årsredovisningar för åren 2004 – 2007 samt delårsrapport för 2007 och 2008.

Marknaden för kommersiella lokaler karaktäriserades under perioden 2004 till 2007 av sjunkande vakanser och stigande hyresnivåer. Till och med första halvåret 2008 låg direktavkastningskraven för fastighetsinvesteringar på en relativt låg nivå. Sammantaget medförde detta att marknadsvärdena på Vasakronans fastigheter steg. Nedanstående diagram visar förvaltningsfastigheternas marknadsvärde i Vasakronan per den 31 december 2007 uppdelat per geografiskt område.





Vasakronan fokuserade på att renodla fastighetsbeståndet till kommersiella fastigheter och geografiskt till storstadsregionerna. Det huvudsakliga fastighetsbeståndet var per den 31 december 2007 beläget i Stockholm (60,7 %), Göteborg (17,4 %) och Malmö (12,9 %). Huvuddelen av Vasakronans hyresintäkter kom från fastighetsförvaltning av kontorslokaler (76,4 %). Nedanstående diagram visar Vasakronans hyresintäkter för år 2007 fördelat på lokaltyp.



## 2.2 Beskrivning av marknadsförutsättningarna vid tidpunkten för försäljningen

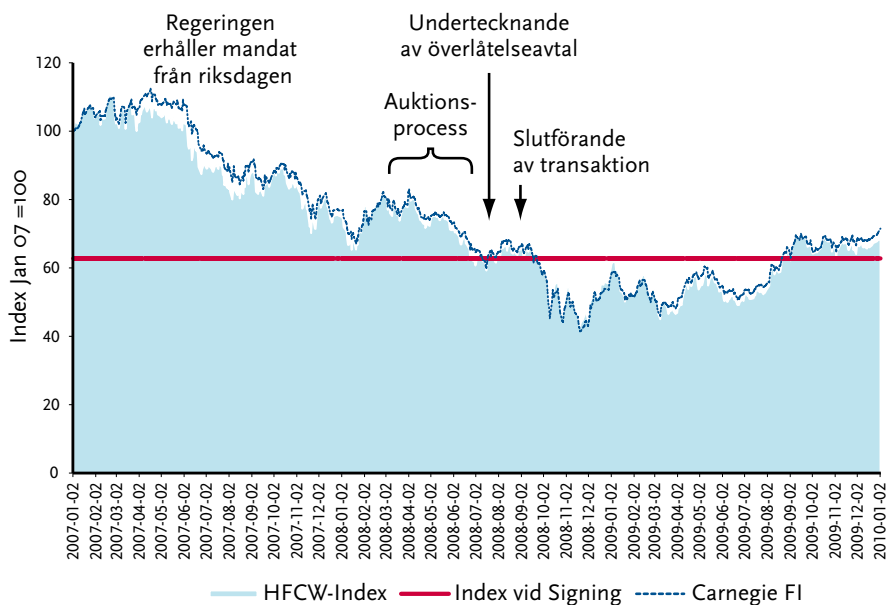
Den svenska ekonomin präglades fr.o.m. slutet av år 2003 av en god tillväxt med ökad sysselsättning och stigande konsumtion. Tillväxten medförde att många bolag expanderade verksamheten, vilket ökade efterfrågan på bl.a. kontorslokaler. Detta medförde lägre vakansgrader och hyrorna kunde successivt höjas. Omsättningen av både fastigheter och fastighetsbolag var hög och avkastningskraven var låga. Intresset från investerare var stort från både lokala och internationella investerare. Inflationen låg på en låg nivå, men räntenivåerna ökade något under år 2007. Under slutet av år 2007 och början av år 2008 ökade avkastningskraven på fastighetsinvesteringar. Drivande orsaker till detta var en ökad riskaversion, försämrade finansieringsmöjligheter och en försämrad hyresmarknad. Under de sista månaderna år 2008 avtog BNP-tillväxten på grund av turbulens på de internationella finansiella marknaderna då bl.a. en av världens största investmentbanker ansökte om konkurs i september 2008. Mycket få transaktioner av fastighetsbolag genomfördes under andra halvåret 2008.

Det föreligger ett förhållandevis starkt samband mellan prissättningen på fastighetsaktier och värdet på de underliggande fastighetstillgångarna, framför allt på lite längre sikt. Det kan mycket väl finnas motiverade

förklaringar till avvikelser mellan det implicita fastighetsvärde som kan beräknas via aktiekursen på underliggande fastighetstillgångar och det värde som föreligger enligt fastighetsvärderingar. Aktiemarknaden reagerar snabbare på ny information än marknaden för underliggande fastighetstillgångar. Värdet på underliggande fastighetstillgångar som kan lösas ut via aktiekursen avser en hel portfölj av fastighetstillgångar medan redovisningsreglerna enligt IFRS (International Financial Reporting Standards) föreskriver att värderingen ska ske fastighet per fastighet.

Nedanstående diagram visar ett index som är sammansatt av de fyra största fastighetsbolagen på Nasdaq OMX som bedömts ha portföljsammansättningar som är jämförbara med Vasakronans.<sup>13</sup>

**Fastighetsaktier på Stockholmsbörsen 2007 - 2009**



Källa: Nasdaq OMX Nordic, KPMG Analys.

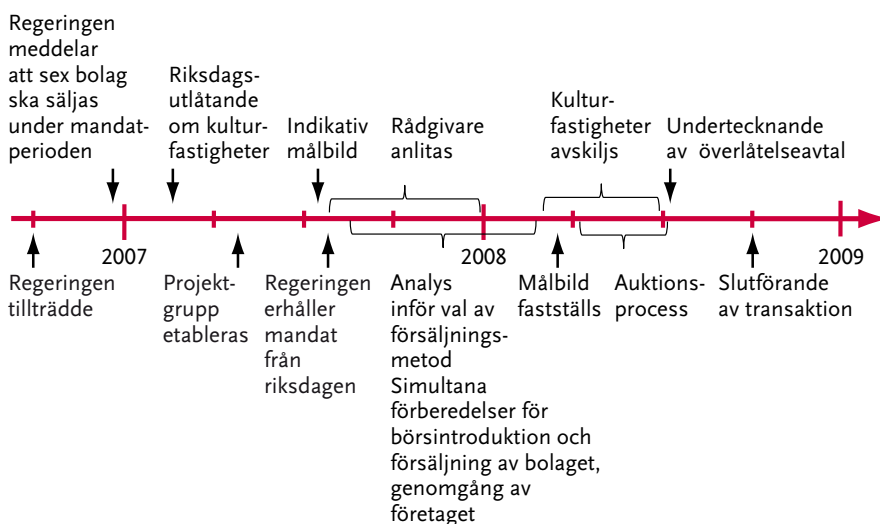
Index för fastighetsaktier på Nasdaq OMX var som högst under första kvartalet år 2007 och sjönk därefter. Indexet återhämtade sig sedan under senvintern 2008 för att åter falla under våren och sommaren 2008. Indexet bottnade i november 2008 och återhämtade sig till försäljningsnivån först i september 2009.

<sup>13</sup> Urvalskriterierna har varit storlek, lokaltyp och geografisk fördelning och bolagen är Hufvudstaden AB, Faberge AB, Castellum AB och Wihlborgs AB.

## 3 Försäljningens förberedande fas

Nedanstående bild illustrerar processen för regeringens försäljning av Vasakronan.

### Försäljningen av Vasakronan



### 3.1 Förvaltande fas

Enligt erfarna bedömare bör faktorer som påverkar värdet på ett bolag som med stor sannolikhet ska säljas i framtiden särskilt beaktas i den långsiktiga strategiska styrningen. Förvaltaren av ett bolag som staten planerar att sälja bör kontinuerligt sammanställa relevant underlag som underlättar och effektiviserar beslut om och planering av en eventuell kommande försäljningsprocess. Ett sådant underlag bör särskilt omfatta bedömningar av marknadsläget och vad detta kan komma att innebära för tidsplanering och försäljningsmetod.

Från etableringen år 1993 ägdes Vasakronan av svenska staten och förvaltades av Finansdepartementet. Vid årsskiftet 2002/03 övertog Näringsdepartementet ägarstyrningen av majoriteten av de statliga bolagen, inklusive Vasakronans moderbolag Civitas Holding. Ägarstyrningen utövas främst genom aktivt styrelsearbete, dialog med styrelseordföranden, på

bolagsstämmor samt genom nominering av styrelseledamöter. Den 16 oktober 2006 redogjorde regeringen för riksdagen sin avsikt att minska statens ägande i vissa bolag.<sup>14</sup> Vid en presskonferens den 14 december 2006 presenterade regeringen de sex bolag som den avsåg att avyttra under mandatperioden. Civitas som ägde Vasakronan var ett av dessa.

### 3.1.1 *lakttagelser av förvaltande fas*

Riksrevisionen har vid aktstudier av förvaltningen av Vasakronan inte funnit att särskild information och underlag sammanställts för att underlätta och effektivisera ett beslut om och planering av en eventuell kommande försäljning.

## 3.2 **Inför regeringens principbeslut**

Innan ägaren beslutar om försäljning av ett bolag bör förhållanden som kan påverka en försäljningsprocess identifieras enligt erfarna bedömare, liksom strategier för hanteringen av dessa förhållanden. Det aktuella marknadsläget och dess framtida utveckling bör fortlöpande analyseras under försäljningsprocessens gång. Om det föreligger eller identifieras faktorer som bör eller måste åtgärdas innan försäljningens genomförande ska dessa skyndsamt vidtas.

I månadsskiftet mars/april 2007 inleddes försäljningen av Vasakronan genom att en projektgrupp inom Regeringskansliet etablerades med framför allt tjänstemän från Näringsdepartementet och Finansdepartementet. Projektgruppen sammanställde och föredrog en första preliminär, indikativ målbild för försäljningen för statsrådet i juni 2007. Vid föredragningen ingick även en översiktlig presentation av bolaget och dess fastighetsbestånd, en kortfattad beskrivning och prognos av fastighetsmarknaden, en analys av fördelar respektive nackdelar med olika försäljningsmetoder samt belysning av frågan om eventuella fastighetsomflyttningar m.m.

### 3.2.1 *lakttagelser av regeringens agerande inför principbeslutet*

De inledande interna förberedelserna borde ha påbörjats så snart regeringen den 14 december 2007 meddelade vilka sex bolag som den önskade avyttra. En projektgrupp borde ha etablerats omedelbart efter detta uttalande och arbetet med att analysera bolaget, marknaden och

<sup>14</sup> Prop. 2006/07:1 Budgetpropositionen för 2007.

den tilltänkta processen skulle ha inletts direkt. Regeringskansliets sakkunskap om bolagstransaktioner har förstärkts. Trots detta arbetar endast ett fåtal personer med relevant sakkunskap från försäljning av bolag på Regeringskansliet. Dessutom arbetade de personer som hade mest erfarenhet under samma tidsperiod både med försäljningen av Vasakronan och försäljningen av Vin & Sprit. Organisationen och försäljningsprocessen var därmed beroende av ett fåtal individer som från tid till annan blev överbelastade.

### 3.3 Säljarens planering efter regeringens principbeslut

Säljarens mål ska klargöras, formuleras och kommuniceras tidigt i processen enligt erfarna bedömare. Säljaren ska utarbeta en försäljningsstrategi, förbereda försäljningen och välja lämplig försäljningsprocess. Säljaren ska dessutom upprätta en tidsplan och driva processen utifrån denna. Tidsplanen ska kontinuerligt uppdateras i enlighet med rådande marknadsförutsättningar.

Enligt erfarna bedömare ska det tydligt fastställas vad som är till salu. Om vissa tillgångar i bolaget ska avyttras innan den huvudsakliga försäljningen genomförs bör förberedelser göras i god tid för denna separata process.

Vid försäljningen av Vasakronan föredrogs den första preliminära målbilden för statsrådet i juni 2007. Enligt denna förordades att värdemaximering på kort och medellång sikt skulle prioriteras. Målet var att hela beståndet skulle vara avvecklat under mandatperioden, dock borde huvuddelen av transaktionen vara avslutad inom ett år. Betalning skulle erläggas kontant.

En legal rådgivare anlätades i slutet av juni 2007. Initialt planerade och administrerade den legala rådgivaren upphandlingen av finansiell rådgivare, vilken genomfördes under den senare hälften av september 2007. Efter en upphandling där nio investmentbanker lämnat anbud, tecknades avtal med en investmentbank den 27 september 2007.

Den finansiella rådgivaren påbörjade förstudiearbetet i början av oktober 2007, i vilket de olika försäljningsalternativen, bl.a. börsintroduktion och försäljning av bolaget i sin helhet eller i delar, analyseras i detalj. Samtidigt påbörjades även arbetet med att skriva informationsmaterial. I oktober 2007 inleddes arbetet med en s.k. vendor due diligence, dvs. en detaljerad genomgång av bolaget och dess verksamhet, av den legala rådgivaren och de revisorer som avropats i enlighet med gällande ramavtal. I december 2007 anlätades tekniska och miljömässiga rådgivare som deltog i arbetet

med vendor due diligence. Förstudien avslutades i slutet av januari 2008 och den finansiella rådgivaren föreslog att Vasakronan skulle avyttras genom en bolagsförsäljning och inte börsintroduceras.

Vendor due diligencearbetet färdigställdes i mitten av mars 2008. Den legala rådgivaren fortsatte arbetet med att upprätta legala dokument till auktionsprocessen, såsom bl.a. sekretessavtal och överlåtelseavtal. Sammanställning av datarummet genomfördes under första kvartalet 2008.

Statsrådet beslutade om definitiv målbild för försäljningen i mars 2008. Enligt denna skulle försäljningen ske till högsta pris med hänsyn tagen till affärsmässiga överväganden. Försäljningen skulle avse samtliga aktier, betalning skulle erläggas kontant och antalet garantier från staten skulle begränsas. Risken för att inte kunna avsluta transaktionen skulle minimeras och överlåtelseavtal skulle träffas under juni 2008.

### *3.3.1 Iakttagelser av säljarens planering efter regeringens principbeslut*

I det material som presenterades för statsrådet i juni 2007 ingick en kortfattad analys av för- och nackdelar med börsintroducering respektive försäljning av bolaget. Presentationen hade en god struktur, men var relativt översiktlig. Enligt Riksrevisionen borde en djupare analys av bolaget och rådande marknadsförhållanden samt en strategi för måluppfyllelse ha påbörjats redan i början av år 2007, då en projektgrupp borde ha etablerats inom Regeringskansliet. Detta hade i sin tur medfört att de huvudsakliga rådgivarna kunde ha upphandlats redan under våren 2007, såsom vid regeringens försäljning av Vin & Sprit. Det hade då varit möjligt för rådgivarna att påbörja analys av försäljningsmetod, vendor due diligence och framtagande av informationsmaterial tidigare och försäljningsprocessen hade antagligen kunnat genomföras under mer gynnsamma ekonomiska marknadsförhållanden under våren 2008.

## **3.4 Avskiljning av kulturfastigheter**

På initiativ av Statens fastighetsverk i februari 2007 och näringsutskottets uttalande i betänkande 2006/07:NU16 Försäljning av vissa statligt ägda bolag beslutades att vissa fastigheter med kulturella värden skulle avskiljas från Vasakronan före försäljningen. Vilka fastigheter som skulle avskiljas var inte definierat i betänkandet. Avskiljningen innefattade ett flertal olika typer av fastigheter och frågan om vilka fastigheter samt hur dessa skulle avskiljas bereddes gemensamt inom Närings-, Finans-, Justitie-, Försvars- samt Kulturdepartementet. I mitten av mars 2008 gav regeringen Statens

fastighetsverk i uppdrag att uppta förhandlingar med Vasakronan i syfte att genomföra ett byte av fem fastigheter. Uppdraget skulle genomföras skyndsamt.

Den 18 juni 2008 sålde Statens fastighetsverk fastigheten Uggleborg 12 till Vasakronan för 1 304 miljoner kronor. Statens fastighetsverk köpte fastigheterna Atomena 1, Kungliga Myntet 1, Ladugårdsbron 14 och Cepheus 2 och 3 av Vasakronan för 626 miljoner kronor. Mellanskillnaden som Vasakronan erlade till Statens fastighetsverk uppgick således till 678 miljoner kronor. Tillträde skedde den 1 oktober 2008.

I samband med avskiljningen av kulturfastigheterna genomfördes även transaktioner mellan Vasakronan och Specialfastigheter avseende vissa rätts- och försvarsfastigheter. Det förelåg inget regeringsbeslut i denna fråga då staten som aktieägare inte kan fatta bindande beslut i operativa frågor enligt aktiebolagslagen.<sup>15</sup> Specialfastigheter valde att beakta önskemål från hyresgäster kring ett antal fastigheter och affären gjordes upp på kommersiella grunder mellan de två aktiebolagen. Den 4 juni 2008 förvärvade Specialfastigheter fastigheten Tre Vapen 4 för ett underliggande fastighetsvärde om 1 135 miljoner kronor. Tillträde skedde den 15 december 2008. Fastigheten Fruktkorgen 1, Rådhuset i Stockholm, såldes till Specialfastigheter för ett underliggande fastighetsvärde om 1 185 miljoner kronor. Tillträde skedde den 15 december 2009, då pågående projekt i fastigheten var slutfört. Den totala köpeskillingen var således 2 320 miljoner kronor.

I granskningen har det framkommit att Vasakronan dessutom fortsatte att renodla sitt bestånd under budgettiden genom att förvärva och avyttra ytterligare fastigheter. I maj 2008 genomfördes t.ex. två fastighetsförvärv om totalt 1 680 miljoner kronor och en fastighetsförsäljning om 290 miljoner kronor.

### 3.4.1 *Lakttagelser av avskiljningen av kulturfastigheter*

Försäljningen av rätts-, försvars- och kulturfastigheter från Vasakronan till andra statliga fastighetsägare genomfördes i enlighet med gällande lag och i stort i enlighet med erfarna bedömares rekommendationer. Den gemensamma beredningen drog emellertid ut på tiden och avskiljningen av fastigheterna var inte genomförd när auktionsprocessen inleddes. Enligt vad Riksrevisionen erfarit var inte heller villkoren i avskiljningen klargjorda förrän efter det att indikativa bud på Vasakronan skulle ha lämnats in. Därmed var villkoren för försäljningen av Vasakronan som objekt inte heller slutdefinierat. Avsaknaden av tydlighet i avskiljningen skapade osäkerhet och försvårade för budgivarna att beräkna det bud som de önskade lämna

<sup>15</sup> Se 8 kap. aktiebolagslagen (2005:551).

på bolaget. Det kan inte uteslutas att budgivarna diskonterade för denna osäkerhet och att försäljningspriset kan ha påverkats negativt.

Att bolaget självt dessutom genomförde omfattande transaktioner under processen bidrog till ytterligare osäkerhet för budgivarna.

### 3.5 Upphandling av rådgivare

Innan rådgivare upphandlas bör säljaren enligt erfarna bedömare skaffa sig en egen uppfattning om bolagets värde samt för- och nackdelar med olika försäljningsmetoder. Säljaren bör se till att det föreligger konkurrens i anbudsförfarandet för att erhålla goda villkor i avtalet med rådgivaren.

Som första rådgivare anlätades den 20 juni 2007 en advokatfirma. Den legala rådgivaren svarade för all juridisk rådgivning i projektet samt legal vendor due diligence. Initialt biträdde rådgivaren även Regeringskansliet vid upphandlingen av finansiell rådgivare. Den legala rådgivarens arbete löpte i enlighet med den timtaxa som Regeringskansliet hade i sitt ramavtal.

Avtal med den finansiella rådgivaren tecknades den 27 september 2007 efter ett anbudsförfarande med nio investmentbanker med vilka Regeringskansliet hade ramavtal. Anbudsförfarandet omfattade skriftliga anbud och muntliga presentationer, vilka bl.a. innehöll en övergripande analys av bolaget och försäljningsalternativen. Analysen byggde på publikt material. Ersättningsönskemål lämnades även i anbudet. Regeringskansliet har angivit att de antog det mest fördelaktiga anbudet med beaktande av kriterierna kvalitet och pris, där kvalitet var den avgörande faktorn. Den finansiella rådgivaren skulle erhålla en procentuell ersättning som var beroende av den försäljningsmetod som bolaget avyttrades med. Den utvalda finansiella rådgivaren svarade för sammanhållning av projektet och finansiell rådgivning.

I enlighet med uppdragsavtalet mellan staten och den finansiella rådgivaren anlätades en underleverantör med specialkompetens inom den svenska fastighetsmarknaden samt en kommunikationsrådgivare. Den finansiella rådgivaren svarade för kostnaderna för dessa rådgivare. Regeringskansliet godkände upphandlingen.

En revisionsbyrå anlätades i oktober 2007 för rådgivning kring förhållanden som kunde hänföras till redovisning, skatt och ekonomi i samband med den vendor due diligence som genomfördes inför den planerade avyttringen. Revisionsbyrån arbetade i enlighet med den timtaxa som Regeringskansliet hade i sitt ramavtal.

Eftersom det fanns ett behov av att genomföra en teknisk genomlysning av bolagets samtliga fastigheter upphandlades även tekniska och miljömässiga rådgivare under december 2007.



### 3.5.1 *lakttagelser av upphandlingen av rådgivare*

Vid försäljningen av Vasakronan dröjde det sex månader efter det att projektgruppen etablerats innan både de juridiska och finansiella rådgivarna anlätas. Näringsdepartementet anser att upphandlingen av rådgivare inte kunde ha påbörjats tidigare då man inväntade riksdagsbeslutet om försäljningen. Inte heller kunde processen ha genomförts under kortare tid utan att kvaliteten på upphandlingen blivit lidande, enligt departementet. Vid regeringens försäljning av Vin & Sprit upphandlades samma typ av rådgivare inom fyra månader efter det att projektgruppen etablerades. Vid regeringens försäljning av Vin & Sprit tecknades avtal med den juridiska rådgivaren fyra månader före riksdagsbeslutet och den finansiella rådgivaren anlätades dagen efter riksdagsbeslutet.

Enligt de experter Riksrevisionen konsulterat upphandlas normalt den finansiella rådgivaren först, bl.a. då det är viktigt att den rådgivare som ska koordinera projektet är delaktig från början. Därefter upphandlas övriga rådgivare. Ett sådant förfarande hade kunnat medföra att förberedelsefasens initiala arbete hade påskyndats. Upphandlingen av rådgivare borde även ha genomförts tidigare under förberedelsefasen. Upphandlingen kunde dessutom ha genomförts under kortare tid om det interna förarbetet, såsom etablering av projektgrupp samt analys av bolag, marknad och tilltänkt process, genomförts mer effektivt.

## 3.6 **Värdering av bolaget**

Enligt erfarna bedömare bör säljaren låta värdera bolaget innan en försäljningsprocess inleds. Värderingen av bolaget bör dessutom uppdateras löpande under försäljningsprocessen med hänsyn till rådande marknadsläge.

Initialt utgör värderingen ett underlag i beslutet om huruvida försäljningen ska genomföras alls, därefter för att besluta om val av metod för försäljningen och slutligen som en jämförelse i den framtida förhandlingsprocessen med en potentiell investerare. När den initiala värderingen av bolaget är genomförd bör säljaren bestämma sig för vilket pris som är målsättningen att få ut samt det lägsta pris denne är villig att sälja bolaget för.

I mars 2008 inhämtade Regeringskansliet ett värderingsutlåtande från den finansiella rådgivaren inför beslutet om försäljningsmetod. I juli 2008 inhämtade Regeringskansliet dessutom ett värderingsutlåtande från den finansiella rådgivaren inför beslutet om själva försäljningen av bolaget till AP Fastigheter.

### 3.6.1 Iakttagelser av värdering av bolaget

Riksrevisionen har i granskningen inte funnit att Regeringskansliet låtit värdera Vasakronan i projektets inledande fas. Regeringskansliet anser att det marknadsvärde på fastigheterna som förelåg i bolagets redovisning kunde användas och sättas i relation till marknadens syn på premie eller rabatt.<sup>16</sup> Riksrevisionen anser att en grundligare analys av bolagets värde borde ha genomförts i projektets inledande fas. Riksrevisionen har inte heller funnit underlag som anger att något lägsta pris för att fullfölja försäljningen beslutats.

## 3.7 Val av metod för försäljningen

När en värdering av bolaget har genomförts samt övriga förutsättningar kartlagts och analyserats kan en analys inledas om vilken metod för försäljning som med största sannolikhet leder till att de uppsatta målen nås. Det finns olika metoder för att avyttra aktier i ett bolag: antingen kan säljaren børsintroducera bolaget eller sälja hela eller delar av bolaget till en industriell eller finansiell köpare. Vid försäljning av fastighetsbolag kan fastighetsbeståndet, likt en aktieportfölj, delas upp i mindre poster och säljas enskilt. Säljaren bör analysera och avgöra vilken metod som skapar bäst förutsättningar för att nå högsta försäljningspris och bästa villkor i överlåtelseavtalet. I inledningsfasen kan förberedelserna av försäljningsmetoderna genomföras parallellt då de har stora likheter.

Vid försäljningen av Vasakronan påbörjade den finansiella rådgivaren i oktober 2007 analysen av olika metoder för att sälja bolaget. Målet var att maximera värdet på bolaget. Metoden skulle säkerställa försäljningens genomförande samt att den skulle ske vid lämplig tidpunkt. Simultana förberedelser genomfördes för att antingen børsintroducera bolaget eller genomföra en bolagsförsäljning, med fokus på det förstnämnda.

Vasakronan och samtliga dess fastigheter genomlystes i ett antal s.k. vendor due diligence-processer där juridiska, ekonomiska, miljömässiga och tekniska förhållanden klarlades. Vendor due diligence-arbetet var ett viktigt underlag för analysen av lämplig försäljningsmetod. Sonderingar med olika tilltänkta köpare genomfördes i januari och februari 2008. Förstudien avslutas i slutet av januari 2008, då den finansiella rådgivaren rekommenderade att processen skulle inriktas på en försäljning av hela bolaget till en annan part. Inför beslutet om val av försäljningsmetod begärde statsrådet ett

---

<sup>16</sup> Enligt IFRS och IAS 40 ska förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde, vilket definieras som det bedömda marknadsvärdet. För att fastställa det bedömda marknadsvärdet genomförde Vasakronan externa värderingar av samtliga fastigheter, där fastigheterna värderades som enskilda objekt.

yttrande från Rådet för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande. Rådet skulle särskilt lämna yttrande om den försäljningsmetod som Regeringskansliet föreslagit, om den föreslagna försäljningsprocessen och försäljningsstrukturen samt om en erforderlig analys och avvägning av möjliga handlingsalternativ gjorts. Rådet tillstyrkte Regeringskansliets förslag i sitt yttrande.

Regeringen beslutade den 19 mars 2008 att Vasakronan skulle säljas i enlighet med projektgruppens föreslagna rekommendation, dvs. genom ett auktionsförfarande, till vilket såväl strategiska som finansiella aktörer skulle inbjudas.

### 3.7.1 *lakttagelser av valet av försäljningsmetod*

Enligt den initiala, indikativa målbilden från juni 2007 skulle hela beståndet avvecklas under mandatperioden. Instruktionerna till den finansiella rådgivaren var att analysera vilken försäljningsmetod som skulle maximera värdet på bolaget. Metoden skulle säkerställa försäljningens genomförande samt att den skulle ske vid lämplig tidpunkt.

En börsintroduktion hade inte medfört att hela aktieinnehavet avyttrats, vilket var ett av de uppsatta målen i försäljningen. En försäljning av fastighetsportföljen i delar hade medfört en risk för att transaktionen kunde ha tagit väsentligt längre tid samt risken att mindre attraktiva delar av beståndet inte hade blivit avyttrade alternativt till ett lågt försäljningspris. Även Riksrevisionens granskning visar att försäljning genom auktionsförfarande förefaller vara den metod som på bästa sätt innebar att målen med försäljningen uppnåddes.

## 3.8 Förbereda informationspaket

I en auktionsprocess förses inbjudna intressenter med ett informationsmemorandum efter undertecknande av en sekretessförbindelse. Memorandumet bör innehålla tillräckligt med information för att genomföra en preliminär, indikativ värdering av bolaget. Normalt har budgivarna inte tillgång till bolaget under denna fas. En vendor due diligence är en grundlig genomgång av det bolag som ska säljas och som genomförs av säljaren. Syftet är att ge potentiella investerare en omfattande genomgång av målbolaget.

Arbetet med informationsmemorandumet angående Vasakronan påbörjades under hösten 2007 och färdigställdes i mars 2008. Vasakronan och samtliga dess fastigheter genomlystes i ett antal s.k. vendor due diligence-processer där juridiska, ekonomiska, miljömässiga och tekniska förhållanden klarlades. Vendor due diligence-arbetet påbörjades i oktober 2007 och var färdigt i mars 2008.



## 4 Försäljningens genomförandefas

### 4.1 Identifiera och kontakta potentiella köpare

En auktionsprocess inleds med att ett antal lämpliga intressenter inbjuds att delta. När den finansiella rådgivaren fått ett undertecknat sekretessavtal översänds informationsmemorandumet till intressenten. Tillsammans med memorandumet översänds även ett processbrev med den tidpunkt då ett första, indikativt bud ska lämnas in samt en beskrivning av hur detta bud ska presenteras. Brevet kan även innehålla information om den fortsatta processen.

Vid försäljningen av Vasakronan genomfördes under januari till februari 2008 sonderingar med olika tilltänkta köpare. Den 28 mars 2008 gav projektgruppen godkännande till den finansiella rådgivaren att börja kontakta utvalda intressenter. Initialt kontaktades 47 utvalda aktörer och ett informationsmemorandum skickades den 1 april 2008 till de 25 intressenter som hade undertecknat sekretessavtalet.

### 4.2 Indikativa bud

Budgivaren förväntas lämna ett indikativt bud, dvs. ett icke bindande pris som denne är beredd att betala. Budgivaren förväntas dessutom ange de huvudsakliga antaganden som gjorts vid beräkningen av priset, finansieringskällor inklusive stödbrev från banken, framtida planer för bolaget samt eventuella villkor som bifogas till ett slutligt bud, m.m.

Tiden för att lämna indikativa bud på Vasakronan löpte ut den 1 maj 2008. Totalt inkom sex indikativa bud den 30 april 2008, vilka var baserade på det informationsmemorandum som tidigare hade skickats ut.

### 4.3 Urval av potentiella köpare

När de indikativa buden har kommit in jämförs och analyseras de. De intressenter som lämnat de mest attraktiva buden vad avser pris och övriga villkor väljs ut för att gå vidare i processen, medan övriga budgivare informeras om att de inte ges möjlighet att fortsätta.

I samband med försäljningen av Vasakronan var urvalskriterierna för de indikativa buden, förutom kravet på att budet skulle vara på en konkurrenskraftig nivå, bl.a. att finansieringsförmågan var dokumenterad, liksom förmågan att kunna genomföra affären. Det ställdes även krav på en beskrivning av köparen eller köparna samt vilka framtida planer man såg för bolaget. Fyra aktörer kom att väljas ut för att gå vidare i processen.

#### **4.4 Genomförandet av due diligence**

De utvalda budgivarna bjuds därefter in till att var för sig göra en mer detaljerad genomgång, en s.k. due diligence av bolaget. De erbjuds dessutom att träffa bolagets ledning och att besöka bolagets viktigaste anläggningar.

Due diligence för de budgivare som gick vidare i försäljningsprocessen av Vasakronan pågick under en period om åtta veckor i maj och juni 2008. Den innefattade i enlighet med erfarna bedömare bl.a. tillgång till datarum, presentationer av bolagsledningen, besök på utvalda fastigheter, frågor och svarssittningar.

#### **4.5 Motivera ledning och nyckelpersoner**

Då försäljningsobjektets ledning och nyckelpersoners medverkan i försäljningen är avgörande för att maximera försäljningspriset samt övriga villkor i överlåtelseavtalet är det viktigt att behålla och motivera dessa. Ett sätt är att införa en bonus som vanligtvis betalas efter försäljningsprocessens avslut och som är villkorad av att de anställda stannar några månader efter slutförandet av transaktionen.

Vasakronans styrelse beslutade år 2007 om finansiella incitament för vissa ledande befattningshavare och andra nyckelpersoner i samband med försäljningsprocessen. Regeringen var informerad om beslutet. Under år 2008 betalades en transaktionsersättning om sex månadslöner till ledande befattningshavare samt till ytterligare fyra personer i ledningen i enlighet med styrelsebeslutet. Enligt samma beslut utbetalades en transaktionsersättning om sex månadslöner till dåvarande verkställande direktör. Samtliga ersättningar betalades som en engångssumma, under förutsättning att personen arbetade kvar i bolaget tre månader efter att försäljningen var genomförd.

#### 4.5.1 *lakttagelser angående motiveringen av ledning och nyckelpersoner*

Enligt statens riktlinjer rörande anställningsvillkor för personer i företagsledande ställning, samt för incitamentsprogram för anställda i statliga bolag från oktober 2003 ska särskilda incitamentsprogram som enbart riktas till personer i företagsledande ställning inte införas. Införandet av finansiella incitament för vissa anställda avvek således från de då gällande riktlinjerna för ersättning till ledande befattningshavare i statligt ägda bolag.

De experter som Riksrevisionen har konsulterat är eniga om vikten av att motivera ledning och nyckelpersoner i en försäljningsprocess. Däremot ger de en splittrad bild av huruvida ekonomiska incitament är ett bra medel för denna motivation.

## 4.6 **Bindande, slutligt bud**

När budgivarna genomfört due diligence, deltagit vid presentationer av företagsledningen och besökt bolagets viktigaste anläggningar förväntas de lämna ett slutligt, bindande bud. I fall där få eller endast ett bud lämnas är det viktigt att säljaren ändå försäkra sig om att återstående budgivare fortsätter att ha en känsla av konkurrens. Säljarens analys och jämförelse av de olika buden underlättas genom den formaliserade process som ett auktionsförfarande utgör, i vilken alla budgivare ska ange sina bud på likvärdigt underlag och efter samma parametrar.

Vid försäljningen av Vasakronan lämnade två budgivare processen under maj och juni; därmed återstod endast två budgivare. Dessa budgivare, ett bolag och ett konsortium, lämnade slutligt bud på Vasakronan den 27 juni 2008. Buden var bindande, fullt finansierade och innehöll endast begränsade krav på garantier. Buden utvärderades avseende högsta pris med hänsyn tagen till affärsmässiga överväganden, såsom finansieringsförmåga, garantianspråk och övriga villkor i överlåtelseavtalet.

## 4.7 **Slutförhandling**

Vid god konkurrens mellan budgivarna kan en säljare erhålla det högsta priset till de bästa villkoren som marknaden för tillfället kan erbjuda. Beroende på konkurrenssituationen kan säljaren i detta skede möjligtvis förhandla om än bättre villkor från de bästa budgivarna.

Från det att buden på Vasakronan kom in den 27 juni 2008 drevs förhandlingar via de finansiella och legala rådgivarna med bistånd från projektgruppen. Slutbudet var lägre än de indikativa buden som lämnades två månader tidigare. Detta var bl.a. ett resultat av ökad

riskaversion hos budgivarna till följd av det försämrade marknadsläget. Finansieringsmöjligheterna hade försämrats, räntenivåerna höjts, avkastningskravet för fastighetsinvesteringar ökat m.m. Till följd av att de slutliga buden var bindande, fullt finansierade och ovillkorade, bestod slutförhandlingarna endast av mindre förändringar i överlåtelseavtalet.

Det bud som regeringen accepterade den 3 juli 2008 innebar att Vasakronans fastighetsbestånd värderades till 41,1 miljarder kronor. Värdet på fastigheterna i Vasakronans delårsbokslut den 30 juni 2008 uppgick till 46,7 miljarder kronor.

#### 4.7.1 *lakttagelser av slutförhandling*

Riksrevisionen kan konstatera att säljaren upprätthöll konkurrensen i de slutliga buden, bl.a. genom att föra parallella förhandlingar med de båda budgivarna.

Enligt IFRS och IAS 40 ska förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde, vilket definieras som det bedömda marknadsvärdet.<sup>17</sup> Skillnaden mellan försäljningspriset och det redovisade värdet på fastigheterna i Vasakronan kan ha flera orsaker. Då fastighetsvärderingar baseras på information om historiskt genomförda försäljningar tenderar värderingarna att förskjutas i tid. Värdet på ett fastighetsbolag påverkas även av skatteeffekter som uppkommer vid olika försäljningsmetoder. Fastighetsvärderingarna och försäljningspriserna kommer således aldrig att överensstämma fullständigt.

Värdering och pris är likartade, men ändå olika. En värdering är en teoretisk övning, en bedömning av värdet på tillgången. Priset är vad en investerare faktiskt är villig att betala och vad en säljare är beredd att avyttra hela eller delar av bolaget för vid en viss tidpunkt.

## 4.8 **Överlåtelseavtal**

Inför det slutliga budet, eller när den bästa budgivaren valts ut, förses budgivarna enligt erfarna bedömare med ett utkast till överlåtelseavtal. Överlåtelseavtalet innehåller de villkor på vilka säljaren är beredd att avyttra bolaget. Budgivarna ska i det slutliga budet ange de förändringar som önskas i avtalet samt övriga villkor för att slutföra förvärvet.

Vid försäljningen av Vasakronan fördes i juni 2008 diskussioner i tre veckor om överlåtelseavtalet med budgivarna. Regeringen inhämtade även yttrande från Rådet för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande inför

---

<sup>17</sup> För att fastställa det bedömda marknadsvärdet genomförde Vasakronan externa värderingar av samtliga fastigheter där fastigheterna värderades som enskilda objekt.



undertecknandet av överlåtelseavtalet mellan regeringen och AP Fastigheter. Rådet ansåg att budet fick anses innebära ett skäligt pris.

Regeringen beslutade och undertecknade överlåtelseavtal om att sälja Vasakronan den 3 juli 2008. Överlåtelseavtalet innehöll ett begränsat antal garantier från statens sida. Däremot innefattade överlåtelseavtalet vissa restriktioner vad gällde agerandet i Vasakronan fram till dess att köparen tillträdde aktierna den 1 september 2008. Restriktionerna avsåg bl.a. att bolaget och dess koncernföretag omsorgsfullt skulle bedriva verksamheten i enlighet med tidigare tillämpade principer och inte avvika från sin normala affärsverksamhet. Bolaget och dess koncernbolag fick inte heller ingå avtal om avyttring av något koncernbolag och/eller fastigheter eller tomträtter.

#### 4.8.1 *Iakttagelser av överlåtelseavtal*

Överlåtelseavtalet innehöll begränsade krav på garantier, vilket minskar risken för eventuella framtida tvister. Till exempel svarade köparen för den konkurrensprövning av affären som Konkurrensverket genomförde.<sup>18</sup> Så pass begränsade garantianspråk är ovanligt i en transaktion av denna storlek.

## 4.9 **Slutförande av försäljningen**

Under perioden mellan undertecknandet av överlåtelseavtalet och slutförandet av försäljningen, normalt en period om 30–90 dagar, är det avgörande och ofta obligatoriskt, genom specifika paragrafer i överlåtelseavtalet, att verksamheten fortsätter att drivas som vanligt. Parterna bör även komma överens om en prismekanism som reglerar hur köpeskillingen påverkas av det resultat som genereras i bolaget under denna period. Innan slutförandet av försäljningen måste det kontrolleras att samtliga villkor i avtalet har uppfyllts.

På samma sätt som i inledningen av försäljningsprocessen beror framgång i slutförandet på huruvida säljaren varit förberedd, haft tydliga mål, kontrollerat processen, hållit nyckelpersoner motiverade samt fokuserat på slutförandet av transaktionen.

Staten slutförde den 1 september 2008 försäljningen av Vasakronan efter att godkännande erhållits från Konkurrensverket den 24 juli 2008. Köparen erlade då likvid samt övertog samtliga aktier. Samtliga villkor för affären var uppfyllda och statens försäljning av Vasakronan avslutades därmed.

---

<sup>18</sup> Konkurrensverket tillstyrkte den 24 juli 2008 (Dnr 418/2008) en sammanslagning av AP Fastigheter och Vasakronan utan anmärkningar och bedömde således att förvärvet av Vasakronan inte stred mot konkurrenslagen.

## 4.10 Uppföljning

Enligt erfarna bedömare bör en genomgång och analys av försäljningsprocessen och försäljningsorganisationen genomföras så snart som möjligt efter det att försäljningen är genomförd. Såväl projektets genomförande som de resultat som uppnåddes bör analyseras och utvärderas. I uppföljningen bör såväl goda strategier som åtgärder att förbättra processen till nästkommande gång analyseras.

Uppföljning av försäljningen av Vasakronan genomfördes av Näringsdepartementet i maj och juni 2009 och sammanställdes den 31 augusti 2009. Utvärderingen genomfördes genom att rådgivarna i enkätform fick lämna omdöme om försäljningsprocessen. Därefter sammanställde Regeringskansliet de omdömen och kommentarer man erhållit. Utvärderingen visade på generellt höga omdömen förutom vad gäller processen vid försäljningarna av fastigheter mellan Vasakronan och Statens fastighetsverk samt Specialfastigheter.

### 4.10.1 Iakttagelser av uppföljningen

Riksrevisionen anser det vara positivt att Regeringskansliet genomförde en utvärdering av försäljningsprocessen, men att det tog alltför lång tid från försäljningens avslut till det att utvärderingen genomfördes.

Målet med en utvärdering är att skapa underlag för att bevara, korrigera eller förändra processen vid framtida försäljningar. Framtida utvärderingar bör därför i högre grad fokusera på att identifiera möjligheter till ytterligare förbättringar.

## 5 Dokumentation och redovisning av försäljningen

### 5.1 Dokumentation

Regeringskansliets akt innehåller omfattande dokumentation av försäljningen. Handlingarna har numrerats. Akten är vid skrivande stund inte avslutad, då Regeringskansliet avvaktar Riksrevisionens granskning av ärendet.

#### 5.1.1 *lakttagelse av dokumentationen av försäljningen*

Innehållet i akten är systematiskt strukturerat och ger en god överblick över ärendets handläggning. Dokumentationen av försäljningen har utvecklats sedan tidigare försäljningar.

### 5.2 Redovisningen av försäljningen

Regeringen redovisade i budgetpropositionen för 2009 målet med försäljningen, avskiljningen av kulturfastigheter, försäljningsmetod, beskrivning av de rådgivare som bistod i försäljningen samt köpare och förvärvspris. Utöver händelseförloppet redovisades även det belopp som skulle användas för att betala av på statsskulden.

Försäljningen avslutades den 1 september 2008 och budgetpropositionen för 2009 presenterades den 22 september 2009. Statens totala rådgivningskostnader i samband med försäljningen redovisades därför i budgetpropositionen för 2010.

#### 5.2.1 *lakttagelse angående dokumentationen av försäljningen*

Regeringen gav i budgetpropositionen en god beskrivning av försäljningen av Vasakronan. Redovisningen har förbättrats jämfört med redovisningen av tidigare försäljningar.



## 6 Slutsatser och rekommendationer

### 6.1 Revisionsfråga 1: Genomförde regeringen försäljningen av Vasakronan i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och best practice för aktuell försäljning?

Granskningen visar att försäljningen av Vasakronan genomfördes i enlighet med gällande lagstiftning, riksdagsbeslut och i flera avseenden enligt vad som kan karaktäriseras som best practice för aktuell försäljning.

Försäljningen av Vasakronan var den största fastighetsrelaterade transaktion som vid försäljningstillfället genomförts i Sverige och även den största i Europa under år 2008. Bolagsförsäljningar av denna storleksordning förutsätter att säljaren genomför ett grundläggande förarbete bl.a. vad avser analys och val av försäljningsmetod, framtagande av informationsmaterial och en omfattande genomgång av bolagets fastighetsbestånd. Förberedelserna inför försäljningen av Vasakronan var omfattande och komplexa och därmed även tidskrävande.

Granskningen visar att förberedelsefasen kunde ha genomförts mer effektivt. Det avser främst tidiga förberedelser såsom etablering av projektgrupp, inledande analys av bolaget och dess marknad och tidsåtgången vid upphandling av rådgivare.

Auktionsförfarandet för försäljningen av Vasakronan genomfördes i enlighet med den best practice som Riksrevisionen definierat för försäljning av ett helägt statligt fastighetsbolag. Samtliga budgivare fick tillgång till likvärdig information i form av sedvanligt informationsmaterial. Budgivarna fick rimlig tid att genomföra s.k. due diligence inför slutförhandling och undertecknande av bindande avtal. Konkurrens uppnåddes av säljaren under hela auktionsfasen, trots att flera budgivare lämnade processen.

Granskningen visar att den avskiljning som skulle göras av vissa kulturfastigheter inte var genomförd innan auktionsprocessen inleddes. Inte heller var villkoren för avskiljningen tydliggjorda förrän efter det att budgivarna hade lämnat indikativa bud på bolaget. Avsaknaden av tydlighet i avskiljningen skapade osäkerhet och försvårade för budgivarna att beräkna det bud som de skulle lämna på bolaget. Det kan inte uteslutas att detta påverkade försäljningspriset negativt.

Det är rimligt att transaktionen genomfördes under första halvåret 2008, även om detta var en period då marknadens avkastningskrav för fastighetsinvesteringar höjdes och möjligheterna till finansiering försämrades. Om förberedelsefasen hade påbörjats tidigare samt avskiljandet av kulturfastigheterna hade genomförts snabbare kunde dock försäljningen ha genomförts tidigare, vilket hade inneburit något bättre marknadsförhållanden utifrån ett ekonomiskt perspektiv. En liten påverkan på ett bud i en så stor transaktion som försäljningen av Vasakronan blir i absoluta termer stor.

## **6.2 Revisionsfråga 2: Har regeringen redovisat försäljningens genomförande till riksdagen på ett tillfredsställande sätt?**

Regeringen gav i budgetpropositionen för år 2009 en god beskrivning av försäljningen av Vasakronan genom att redovisa målet med försäljningen, avskiljningen av kulturfastigheter, försäljningsmetod, de rådgivare som bistod i försäljningen samt köpare och förvärvspris. Utöver händelseförloppet redovisades även det belopp som skulle användas för att amortera av statsskulden.

I budgetpropositionen för år 2010 redovisades de totala kostnaderna för rådgivare i transaktionen, vilka inte kunde redovisas i budgetpropositionen för år 2009.

## **6.3 Jämförelse med regeringens försäljning av Vin & Sprit samt 8 procent av aktierna i TeliaSonera**

Regeringen har förstärkt sin kompetens avseende praktisk transaktionserfarenhet genom att fler personer med relevant erfarenhet från bolagsförsäljningar har anställts. Dessa personer var vid försäljningstillfället emellertid få, vilket medförde att organisationen och försäljningsprocessen blev beroende av individer som från tid till annan blev överbelastade.

Regeringskansliet har genomfört en uppföljning av försäljningens genomförande, vilket inte gjordes vid försäljningen av TeliaSonera. Målet med en utvärdering är att skapa underlag för att bevara, korrigera eller förändra processen vid framtida försäljningar. Framtida utvärderingar bör därför i högre grad fokusera på att identifiera möjligheter till ytterligare förbättringar.

Regeringskansliets akt innehåller omfattande dokumentation om försäljningen. Akten är systematiskt strukturerad och ger en god överblick över ärendets handläggning.

Riksrevisionens granskning visar vidare att regeringens redovisning till riksdagen av försäljningen av Vasakronan har förbättrats jämfört med redovisningen av tidigare försäljningar.

## 6.4 Rekommendationer

Riksrevisionens iakttagelser och slutsatser avseende regeringens försäljning av Vasakronan föranleder Riksrevisionen att lämna följande rekommendationer:

- Regeringen bör inför framtida försäljningar sammanställa kvalitetskriterier för försäljningsprocessen på basis av tidigare erfarenheter från jämförbara försäljningar.
- Regeringen bör vid framtida försäljningar inleda och genomföra det grundläggande förarbetet tidigt i processen för att möjliggöra anpassningar till förändringar i marknadsförutsättningarna.
- Regeringen bör i framtida försäljningar tidigt skapa tydlighet angående vad som ska säljas för att underlätta för potentiella köpare att lämna bud på objektet.





# Bilaga 1 Best practice för försäljning av ett helägt statligt fastighetsbolag

## Inledning

### *Bedömningsgrunder vid granskning av försäljning av ett bolag*

Försäljning av ett bolag, i sin helhet eller i delar, är ett omfattande arbete. Enligt näringsutskottets uttalanden ska regeringen i försäljningsprocessen följa budgetlagen och bör inte ta andra än affärsmässiga hänsyn när försäljningarna genomförs. Det finns i begränsad utsträckning lagar som reglerar hur försäljning av bolag ska genomföras. Försäljningsprocessen får anpassas till det specifika bolaget och dess förutsättningar, säljarnas önskemål, villkor och övriga marknadsförutsättningar.

I arbetet med att konkretisera bedömningsgrunderna har Riksrevisionen strävat efter att identifiera de krav på kvalitet som bör vara uppfyllda i en försäljningsprocess för att uppnå högsta pris och övriga villkor, s.k. best practice. Denna operationalisering av affärsmässighet har sammanställts med hjälp av expertis från marknaden på basis av erfarenheter från jämförbara försäljningar. Best practice är inte en lika stark bedömningsgrund som ett juridiskt regelsystem eller riksdagens beslut, utan utgör ett komplement till de överordnade bedömningskriterierna.

### *Särdrag i försäljningen av Vasakronan*

Varje försäljning är unik. Särdragen i försäljningen av Vasakronan var att transaktionen omfattade ett fastighetsbestånd som var stort såväl i nationell som i internationell jämförelse. Försäljningen av Vasakronan var den största fastighetsrelaterade transaktion som vid försäljningstillfället genomförts i Sverige och även den största i Europa under år 2008. Detta medförde att förberedelserna var omfattande och komplexa och därmed även tidskrävande.

Värdet av ett fastighetsbolag beror bl.a. på fastighetsbeståndets sammansättning, hyresintäkter och driftskostnader, samt skatteeffekter som uppkommer vid olika försäljningsmetoder. Det är därför av yttersta vikt att det föreligger transparens och tydlighet i fastighetsbeståndet och bolagets verksamhet så att potentiella investerare har möjlighet att beräkna sitt bud på bolaget.

Försäljningen av Vasakronan kom dessutom att planeras och genomföras under de komplicerande omständigheter som en vikande aktie-, tillgångs- och finansieringsmarknad utgör.

## **Förberedande fas**

De statliga bolagen ägs indirekt av det svenska folket, vilket ställer krav på en transparent och professionell informationsgivning. Förvaltningen av de statligt ägda bolagen ska enligt statens ägarpolicy präglas av öppenhet, aktivt ägande och ordning och reda. Regeringen har tjänstemän anställda i Regeringskansliet som är styrelseledamöter i vissa av de statligt ägda bolagens styrelser. Denna styrelsemedverkan syftar till att uppnå en aktiv förvaltning samt att tillgodose statens krav på insyn i verksamheten.

### *Förvaltande fas*

Faktorer som påverkar värdet på ett bolag som med stor sannolikhet ska säljas i framtiden bör särskilt beaktas i den långsiktiga strategiska styrningen. Förvaltaren av ett bolag som staten planerar att sälja bör kontinuerligt sammanställa relevant underlag som underlättar och effektiviserar beslut om och planering av en eventuell kommande försäljningsprocess. Ett sådant underlag bör särskilt omfatta bedömningar av marknadsläget och vad detta kan komma att innebära för tidsplanering och försäljningsmetod.

### *Inför regeringens principbeslut*

Innan ägaren beslutar om försäljning av ett bolag ska förhållanden som kan påverka en försäljningsprocess identifieras. Strategier för hanteringen av dessa förhållanden bör utarbetas. Det aktuella marknadsläget och dess framtida utveckling bör fortlöpande analyseras under försäljningsprocessens gång. Om det föreligger eller identifieras förhållanden som bör eller måste justeras ska dessa åtgärder skyndsamt vidtas.

### *Säljarens planering efter regeringens principbeslut*

Säljarens mål ska klargöras, formuleras och kommuniceras tidigt i processen. Säljaren ska utarbeta en försäljningsstrategi, förbereda försäljningen och välja lämplig försäljningsprocess. Säljaren ska dessutom upprätta en tidsplan och driva processen utifrån denna. Tidsplanen ska kontinuerligt uppdateras i enlighet med rådande marknadsförutsättningar.

Det ska tydligt fastställas vad som är till salu (hela eller delar bolaget). Om vissa tillgångar i bolaget ska avyttras innan den huvudsakliga försäljningen genomförs bör förberedelser göras i god tid för denna separata process. Säljaren bör identifiera samt försöka minimera eventuella risker i bolaget (finansiella, legala, miljömässiga m.m.) innan försäljningen inleds.

Projektledaren för försäljningen ska vara engagerad, inneha relevant erfarenhet och ha tillräckliga mandat och befogenheter att fatta beslut så att processen leder framåt. Det är viktigt att säljaren bibehåller kontroll genom hela transaktionen. Vidare bör säljaren sträva efter konkurrens under hela processen.

### *Upphandla rådgivare*

Upphandling av rådgivningstjänster kräver samma disciplin och kontroll som vilken annan anskaffning av varor och tjänster som helst. En försäljningsorganisation med erfarenhet från den specifika försäljningsmetoden har bättre förutsättningar att upphandla rådgivare, samt besluta och styra i frågor där rådgivaren inte nödvändigtvis samtycker.

Innan rådgivare upphandlas bör säljaren skaffa sig en egen uppfattning om bolagets värde samt för- och nackdelar med olika försäljningsmetoder. Uppdraget ska definieras innan rådgivarna anlitas för att säkerställa att säljaren erhåller relevant hjälp. Rådgivarna ska vara kompetenta och inneha nödvändig kunskap. De ska vara fria från intressekonflikter vad avser bolaget som ska säljas. Säljaren bör se till att det föreligger konkurrens i anbudsfordarandet för att erhålla goda villkor i avtalet med rådgivaren.

Arbetet som utförs av rådgivarna bör noggrant följas för att kontrollera operationell prestation, att avtalsmässiga åtaganden uppfylls och att kostnaderna ej överskrider de budgeterade.

Rådgivare kan ersättas på flera sätt. Metod för ersättning bör noggrant väljas för att säkerställa att rådgivarna är motiverade på lämpligt sätt. Ett gott samarbete med rådgivarna underlättar genomförandet av projektet och öppnar möjligheter för kunskapsöverföring till interna resurser.

### *Värdering av bolaget*

Innan en försäljningsprocess inleds bör säljaren se till att bolaget värderas. Värderingen av bolaget bör dessutom uppdateras löpande under försäljningsprocessen i enlighet med rådande marknadsläge.

Initialt utgör värderingen ett underlag i beslutet om huruvida försäljningen ska genomföras alls, därefter för att besluta om val av metod för försäljningen och slutligen som en jämförelse i den framtida förhandlingsprocessen med en potentiell investerare. När den initiala värderingen av bolaget är genomförd bör säljaren bestämma sig för vilket pris som är målsättningen att få ut samt det lägsta pris som han eller hon är villig att sälja bolaget för.

För att optimera priset på bolaget bör faktorer som påverkar detta identifieras och analyseras. Faktorer med negativ påverkan bör i möjligaste mån elimineras och faktorer med positiv inverkan eftersträvas.

Värdering och pris är likartade, men är ändå olika. En värdering är en teoretisk övning, en bedömning av värdet på tillgången. Priset är vad en investerare faktiskt är villig att betala och vad en säljare är beredd att avyttra hela eller delar av bolaget för vid en viss tidpunkt.

### *Val av metod för försäljningen*

När en värdering av bolaget har genomförts och bolaget samt övriga förutsättningar har kartlagts och analyserats kan en analys inledas av vilken metod för försäljning som med största sannolikhet leder till att uppsatta mål nås. Det finns olika metoder för att avyttra aktier i bolag: antingen kan säljaren børsintroducera bolaget eller sälja hela eller delar av bolaget till en industriell eller finansiell köpare. Vid försäljning av fastighetsbolag kan fastighetsbeståndet, likt en aktieportfölj, delas upp i mindre poster och säljas enskilt. Säljaren ska analysera och avgöra om denna metod skapar bäst förutsättningar för att nå högsta försäljningspris och bästa villkor i överlåtelseavtalet. Säljaren kan anordna ett auktionsförfarande, i vilket ett antal intressenter, oberoende av varandra, får lägga bud på hela eller delar av ett bolag. Den eller de som lagt det bud som bäst motsvarar de mål säljaren uppställt inbjuds till fortsatta förhandlingar. Huvudsyftet med processen är att skapa en för säljaren stark position inför köparen. Optimalt är om säljaren kan skapa en process i vilken det finns flera köpare som alla har intresse för bolaget. På så sätt skapas god konkurrens och säljaren har möjlighet att uppnå det högsta priset och de bästa villkoren som marknaden vid det aktuella tillfället kan erbjuda.

## *Förbereda informationspaket*

### **Affärsplan**

Företagsledningen upprättar affärsplanen som därefter godkänns av styrelsen. Affärsplanen bör vara så realistisk som möjligt så att den uppfattas som ett verkligt styrinstrument för företagsledning, styrelse och ägare snarare än en marknadsföringsprodukt.

### **Informationsmemorandum**

I en auktionsprocess förses inbjudna intressenter med ett informationsmemorandum efter undertecknande av en sekretessförbindelse. Memorandumet bör innehålla tillräckligt med information för att man ska kunna genomföra en preliminär, indikativ värdering av bolaget. Normalt har budgivarna inte tillgång till bolaget under denna fas. Det indikativa budet ska således baseras på den information som erhållits samt de externa förfrågningar som kan göras inom ramen för den undertecknade sekretessförbindelsen.

### **Vendor Due Diligence**

En vendor due diligence är en grundlig genomgång av bolaget som ska säljas som genomförs av säljaren. Syftet är att ge potentiella investerare en omfattande genomgång av målbolaget.

## *Kommunikationsplan*

Vid försäljning av större bolag bör en kommunikationskonsult anlitas för att säkerställa att den kommunikation säljaren presenterar är genomtänkt, välformulerad och i linje med strategiska mål. En kommunikationsplan bör innehålla definierade mål och åtgärder för kommunikationen med omvärlden.

## **Försäljningsprocessen – första steget**

### *Identifiera och kontakta potentiella köpare*

Auktionsprocessen inleds med att lämpliga intressenter inbjuds att delta. När den finansiella rådgivaren fått ett undertecknat sekretessavtal översänds informationsmemorandumet till intressenten. Tillsammans med memorandumet översänds även ett processbrev med den tidpunkt då ett

första, indikativt bud ska lämnas in samt en beskrivning av hur detta bud ska presenteras. Brevet kan även innehålla information om den fortsatta processen.

### *Indikativa bud*

Budgivaren förväntas lämna ett indikativt, icke bindande anbud om det pris som han eller hon är beredd att betala. Budgivaren förväntas dessutom ange de huvudsakliga antaganden han eller hon gjort vid beräkningen av priset, finansieringskällor inklusive stödbrev från banken, framtida planer för bolaget och eventuella villkor som bifogas till ett slutligt bud m.m.

### *Urval av potentiella köpare*

När de indikativa buden har inkommit så jämförs och analyseras de. De intressenter som lämnat de mest attraktiva buden vad avser pris och övriga villkor väljs ut för att gå vidare i processen, medan övriga budgivare informeras om att de inte ges möjlighet att fortsätta.

## **Försäljningsprocessen – andra steget**

### *Due diligence*

De utvalda budgivarna bjuds in till att var för sig göra en mer detaljerad genomgång, en s.k. due diligence av bolaget. De erbjuds dessutom att träffa bolagets ledning och att besöka bolagets viktigaste anläggningar.

En väl strukturerad due diligence är av stor vikt i detta sammanhang och den information som ska visas bör ha iordningställts i god tid. För att ge samtliga budgivare likvärdiga möjligheter att utvärdera bolaget bör fasta regler om vilken information som ska lämnas ut ha bestämts i förväg.

### *Motivera ledning och nyckelpersoner*

Då medverkan av försäljningsobjektets ledning och nyckelpersoner i försäljningen är avgörande för att maximera försäljningspriset samt övriga villkor i överlåtelseavtalet är det viktigt att behålla samt motivera dessa. Ett sätt är att införa en bonus som vanligtvis betalas efter försäljningsprocessens avslut och är villkorat av att de anställda stannar till och med eller några månader efter slutförandet av transaktionen.

### *Andra, slutligt bud*

När budgivarna genomfört due diligence, deltagit vid presentationer av företagsledningen samt besökt bolagets viktigaste anläggningar förväntas de lämna ett slutligt, bindande bud. I fall där få eller endast ett bud lämnas är det viktigt att säljaren ändå försäkras sig om att de återstående budgivarna fortsätter att ha en känsla av konkurrens. Säljarens analys och jämförelse av de olika buden underlättas genom den formaliserade process som ett auktionsförfarande utgör, i vilken alla budgivare ska ange sina bud på likvärdigt underlag och efter samma parametrar.

### *Slutförhandling*

Vid god konkurrens mellan budgivarna kan en säljare erhålla det högsta priset till de bästa villkoren som marknaden för tillfället kan erbjuda. Beroende på konkurrenssituationen kan säljaren i detta skede till och med förhandla fram än bättre villkor från de bästa budgivarna. Den utvalda budgivaren kan tillåtas att under ett antal veckor färdigställa sitt due diligence-arbete. Då budgivaren ådrar sig höga kostnader under denna fas förväntar de sig exklusivitet, ensamrätt på förhandlingsrättigheterna, under denna period. Detta är en förhandlingsfråga som säljaren måste bedöma från fall till fall.

### *Överlåtelseavtal*

Inför det slutliga budet, eller när den bästa budgivaren valts ut, förses budgivarna med ett utkast till överlåtelseavtal. Överlåtelseavtalet innehåller de villkor på vilka säljaren är beredd att avyttra bolaget. Budgivarna ska i det slutliga budet ange de förändringar som önskas i avtalet samt övriga villkor för att slutföra förvärvet.

### *Slutförande av försäljningen*

Även när en köpare har valts är det fortsatt viktigt för hela säljteamet att slutföra transaktionen på bästa sätt. Under denna period, normalt en period om 30–90 dagar mellan undertecknandet av överlåtelseavtalet och slutförandet av transaktionen, är det avgörande och ofta obligatoriskt, genom specifika paragrafer i överlåtelseavtalet, att verksamheten fortsätter att drivas som vanligt. Parterna bör även komma överens om en prismetaniska som reglerar hur köpeskillingen påverkas av det resultat som genereras av bolaget under denna period. Före slutförandet av försäljningen

måste det kontrolleras att samtliga villkor i avtalet har uppfyllts.

På samma sätt som i inledningen av försäljningsprocessen beror framgång i slutförandet på huruvida säljaren varit förberedd, haft tydliga mål, kontrollerat processen, hållit nyckelpersoner motiverade samt fokuserat på slutförandet av transaktionen.

## Uppföljning

Så snart som möjligt efter försäljningens genomförande bör en genomgång och analys av försäljningsprocessen och försäljningsorganisationen genomföras. Såväl projektets genomförande som de resultat som uppnåddes bör analyseras och utvärderas. I uppföljningen bör såväl goda strategier som åtgärder att förbättra processen till nästkommande gång diskuteras.

## Avslutande kommentarer

Vid försäljning av bolag genom auktionsförfarande krävs en relativt stor insats i form av tid och planering från säljarens och målbolagets sida. Om auktionen är väl förberedd och genomförd kan priset som en säljare erhåller vara det bästa som marknaden vid den tidpunkten kan erbjuda.

Som noterats ovan är tidpunkten för en försäljning mycket viktig för att uppnå ett bra pris och i övrigt goda villkor. Om det primära syftet är att uppnå prismaximering bör bolag säljas när marknaden vill köpa denna typ av bolag, inte när en säljare måste sälja bolaget.



## Bilaga 2 Regeringens redovisning av försäljningen

Följande beskrivning återger regeringens redovisning av försäljningen i budgetpropositionen 2009.

I fråga om Civitas Holding AB (Civitas) hade regeringen målet att sälja hela aktieinnehavet. Regeringen beslutade den 3 juli 2008 att avyttra statens aktier i Civitas till AP Fastigheter AB i en transaktion som värderar fastighetsbeståndet till 41,1 miljarder kronor inklusive köparens övertagande av nettoskulder och andra åtaganden om 16,5 miljarder kronor.

Civitas äger samtliga aktier i Vasakronan AB (Vasakronan). Aktierna i Vasakronan är den enda tillgången i Civitas Holding AB. En försäljning av aktierna i Civitas är därmed liktydigt med en försäljning av samtliga aktier i Vasakronan.

Innan försäljningen genomfördes hade Specialfastigheter AB förvärvat två fastigheter från Vasakronan nämligen kv. Fruktkorgen 1, Stockholms Rådhus samt Tre Vapen 4 i Stockholm där bl.a. Försvarmakten är hyresgäst. Vidare hade Statens Fastighetsverk förvärvat följande fyra fastigheter från Vasakronan

1. Ladugårdsbron 14, Blasieholmstorg 8/Nybrokajen 11-13, hyrs delvis av Musikaliska Akademien,
2. Kungliga Myntet 1, Norr Mälarstrand 6, efter avstyckning av den nyare delen som ligger mot Norr Mälarstrand, f.d. Myntverket,
3. Atomena 1, Stora Nygatan 2 A-B, hyrs av riksdagen och Arbetsdomstolen och
4. Cepheus 2, 3, Svartmangatan 9, f.d. Nummerlotteriet.

Vidare hade Statens Fastighetsverk sålt fastigheten Uggleborg 12 på Vasagatan i Stockholm till Vasakronan AB.

Regeringskansliet genomförde försäljningsprocessen av aktierna i Civitas genom en s.k. kontrollerad auktion där pris och övriga villkor inhämtats från olika köpare. Processen genomfördes i två steg. Först inhämtades preliminära bud som bedömdes av rådgivarna och Regeringskansliet. Därefter infordrades slutliga bindande bud från utvalda budgivare.

Inför beslutet om försäljning inhämtade regeringen yttranden från Rådet för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande. Rådet lämnade ett yttrande som bekräftade att försäljningen var affärsmässig. Avtal med AP Fastigheter

AB träffades den 3 juli 2008 om försäljning av aktieinnehavet. Tillträdet till aktierna och betalning genomfördes den 1 september 2008.

Vid försäljningen bistods Regeringskansliet av investmentbanken JPMorgan plc som finansiell rådgivare. Advokatfirman Cederquist bistod som legal rådgivare och Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB (PwC) bistod med rådgivning med inriktning på förhållanden hänförliga till redovisning, skatt och ekonomi i samband med den vendor due diligence som Regeringskansliet genomförde av Civitas Holding AB/Vasakronan AB inför den planerade avyttringen.

Staten erhöll vid försäljningen 24 649 046 222 kronor i aktielikvid, inklusive ränta från den 1 januari 2008 till tillträdesdagen den 1 september 2008.

De direkta transaktionskostnaderna för bankrådgivning inklusive kostnader för kommunikationsrådgivare, resor med mera på 27 185 000 kronor (0,07 procent av transaktionsvärdet) avräknas mot försäljningsintäkterna. Affären avslutades den 1 september 2008 varför statens totala rådgivningskostnad i samband med transaktionen inte kan specificeras nu utan redovisas vid ett senare tillfälle.

Nedan återges ett direkt referat av regeringens redovisning av försäljningen i budgetpropositionen 2010.

Regeringen redovisar här statens totala rådgivningskostnad i samband med försäljningen av aktierna i Civitas, i enlighet med utfästelse i budgetpropositionen för 2009 då dessa uppgifter inte kunde specificeras vid tidpunkten för beslut om budgetpropositionen för 2009, eftersom försäljningen av Civitas avslutades den 1 september 2008.

Vid försäljningen bistods Regeringskansliet av investmentbanken JPMorgan plc som finansiell rådgivare. JPMorgan anlidade Catella som underleverantör med specialistkompetens inom den svenska fastighetsmarknaden och anlidade även Citigate som kommunikationsrådgivare. Advokatfirman Cederquist bistod som legal rådgivare samt genomförde en legal vendor due diligence (genomlysning). Avseende den miljömässiga och tekniska genomlysningen anlidade Cederquist konsulterna SWECO samt WSP som underleverantörer. Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB (PwC) bistod med rådgivning med inriktning på förhållanden hänförliga till redovisning, skatt och ekonomi i samband med den vendor due diligence som Regeringskansliet genomförde av Civitas Holding AB/Vasakronan AB inför den planerade avyttringen.

Staten erhöll vid försäljningen 24 649 046 222 kronor i aktielikvid, inklusive ränta från den 1 januari 2008 till tillträdesdagen den 1 september 2008. Statens totala rådgivningskostnad för projektet har uppgått till 70 703 000 kronor (0,17 procent av det totala transaktionsvärdet). Det totala transaktionsvärdet uppgick till 41 104 000 000 kronor. Totala transaktionsvärdet utgörs av aktielikviden samt bolagets räntebärande

nettoskuld och vissa andra åtaganden. De direkta transaktionskostnaderna för bankrådgivning inklusive kostnader för underleverantörer på 27 185 000 kronor (0,07 procent av transaktionsvärdet) har avräknats mot försäljningsintäkterna.

Övriga kostnader avseende juridisk rådgivning, inkl underleverantörer, samt redovisningstjänster i samband med transaktionen har uppgått till 29 027 000 kronor respektive 14 490 000 kronor och belastade anslaget 1:20 Kostnader för omstrukturering och genomlysning av statligt ägda företag m.m.



## Bilaga 3 Definitioner och förkortningar

---

Auktion	Försäljning av bolag genom kontrollerat auktionsförfarande
Catella Corporate Finance	Catella Corporate Finance AB
Cederquist	Advokatfirman Cederquist AB
Citigate Stockholm	Citigate Stockholm AB
Civitas Holding	Civitas Holding AB
Driftöverskott	Hysesintäkter minus drift- och underhållskostnader, tomträttsavgäld samt fastighetsskatt
Driftöverskottsmarginal	Driftöverskott dividerat med hyresintäkter
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
JPMorgan	J. P. Morgan plc.
Kassaflöde	Kassaflöde före förändring av kortfristiga fordringar och skulder
KPMG	KPMG AB
Nasdaq OMX	Nasdaq OMX Nordic
Nordea	Nordea Bank AB
OMX	OMX AB
PricewaterhouseCoopers	Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB
Resultat per aktie	Resultat efter skatt dividerat med antal aktier
Rådet	Rådet för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande
Räntetäckningsgrad	Rörelseresultat dividerat med finansnetto
Soliditet	Eget kapital på balansdagen i procent av balansomslutning
Specialfastigheter	Specialfastigheter i Sverige AB
SBAB	Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag, SBAB
TeliaSonera	TeliaSonera AB
Vin & Sprit	V&S Vin & Sprit AB
Vasakronan	Vasakronan AB
Vakansgrad hyra	Bedömd årshyresförlust för vakant lokalarea i procent av fastigheternas totala årshyra vid full uthyrning

---



# Källförteckning

## Författningar

Aktiebolagslag (2005:551)

Förordning (1996:1515) med instruktion för Regeringskansliet

Regeringsformen (2003:593)

Lag (1992:1528) om offentlig upphandling

Lag (1996:1059) om statsbudgeten

Lag (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m.

## Riksdagstryck

Prop. 1991/92:44, bet. 1991/92:FiU8, rskr. 1991/92:107 Riktlinjer för den statliga fastighetsförvaltningen och ombildning av byggnadsstyrelsen, m.m.

Prop. 1991/92:69, bet. 1991/92:NU10, rskr. 1991/92:92 Privatisering av statligt ägda företag

Prop. 1992/93:37, bet. 1992/93:FiU8, rskr. 1991/92:123 Ny organisation för förvaltning av statens fastigheter och lokaler, m.m.

Prop. 1995/96:220, prop. 1996/97:1, 150, bet. 1996/97:KU3 delvis bifall, rskr. 1996/97:27–30 Lag om statsbudgeten

Prop. 1997/98:137, bet. 1997/98:FiU25, rskr. 1997/98:252 Förvaltning av statens fastigheter och statliga myndigheters lokalförsörjning, m.m.

Prop. 2006/07:1 Budgetpropositionen för 2007

Prop. 2006/07:57, bet. 2006/07:NU16, rskr. 2006/07:217 Försäljning av vissa statligt ägda företag

Prop. 2008/09:1 Budgetpropositionen för 2009

### **Skrifter från Regeringskansliet**

- Gula boken – Handläggningen av ärenden i Regeringskansliet (Ds 1008:39), Stockholm, Fritzes, 1998
- Försäljning av företag med statligt ägande (2006). Pressmeddelande från Näringsdepartementet och Finansdepartementet, 14 december 2006
- Regeringens proposition om försäljning av vissa företag med statligt ägande (2007), pressmeddelande från Finansdepartementet och Näringsdepartementet, 2 mars 2007
- Regeringen tillsätter ett råd för minskat statligt företagsägande (2007), pressmeddelande från Finansdepartementet, 10 september 2007
- Nytt förfaringsätt vid köp av finansiella tjänster (2007), pressmeddelande från Finansdepartementet, 22 oktober 2007
- Finansiell rådgivare utsedd inför försäljning av Vasakronan (2007), pressmeddelande från Finansdepartementet, 28 september 2007
- Staten säljer Vasakronan till ett värde av 41 mdr kr (2008), pressmeddelande från Finansdepartementet och Näringsdepartementet, 3 juli 2008
- Statens försäljning av Vasakronan slutförd (2008), pressmeddelande från Finansdepartementet, 1 september 2008
- Regeringskansliets föreskrifter med arbetsordning för Statsrådsberedningen (RFK 2001:3)
- Regeringskansliets föreskrifter med arbetsordning för Regeringskansliet (RKF 1998:1)
- Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande, 3 juli 2008, Näringsdepartementet
- Riktlinjer för extern rapportering för företag med statligt ägande, N7042, 11 december 2007, Näringsdepartementet
- Riktlinjer rörande anställningsvillkor för personer i företagsledande ställning, samt för incitamentsprogram för anställda, i statliga företag, N3055, 1 oktober 2003, Näringsdepartementet
- Samrådsformer i Regeringskansliet (1997), Statsrådsberedningen (pm 1997:4)
- Statens ägarpolitik 2007, N6019, 26 juni 2006, Näringsdepartementet
- Svensk kod för bolagsstyrning (Gällande från 1 juli 2008), Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2008)
- Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2007, N8020, Näringsdepartementet
- Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2008, N9037, Näringsdepartementet



### **Årsredovisningar och delårsrapporter från Vasakronan**

Årsredovisning 2004. Vasakronan Fastigheter AB

Årsredovisning 2005. Vasakronan Fastigheter AB

Årsredovisning 2006. Vasakronan Fastigheter AB

Årsredovisning 2007. Vasakronan Fastigheter AB

Årsredovisning 2008. Vasakronan Fastigheter AB

Delårsrapport januari–juni 2007. Vasakronan Fastigheter AB

Delårsrapport januari–juni 2008. Vasakronan Fastigheter AB

### **Riksrevisionens rapporter**

Riksrevisionens strategiska inriktning 2008–2011, 2008. Dnr 10-2008-1125

Regeringens beredning av förslag om försäljning av sex bolag, 2007.  
(RiR 2007:8)

Regeringens försäljning av 8 procent av aktierna i TeliaSonera, 2008.  
(RiR 2008:12)

Regeringens försäljning av V&S Vin & Sprit AB, 2009. (RiR 2009:9)

### **Övriga tryckta källor**

Best practices methodology – A new approach for improving government operations (GAO/NSIAD-95-154). Washington DC: GAO, 1995

Corporate governance on State-owned Enterprises: a survey of OECD countries: Paris: OECD, 2005

Getting best value from trade sales and strategic partnerships. London: Her Majesty's Treasury, 2000

Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 1 oktober 2009, Nasdaq OMX Stockholm

Trade sales, including management and employee buy-outs, London: Department of finance and personnel, 1990



## Tidigare utgivna rapporter från Riksrevisionen

Rapporter utgivna före 2009 finns tillgängliga på Riksrevisionens webbplats, [www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se).

- 2009 2009:1 Omställningskrav i sjukförsäkringen – att pröva sjukas förmåga i annat arbete
- 2009:2 Försäkringskassans inköp av IT-lösningar
- 2009:3 Skatteuppskov. Regeringens redovisning av bostadsuppskov och pensionsavdrag
- 2009:4 Swedfund International AB och samhällsuppdraget
- 2009:5 En effektiv och transparent plan- och byggprocess? Exemplet buller
- 2009:6 Energideklarationer – få råd för pengarna
- 2009:7 Beslut om sjukpenning – har försäkringskassan tillräckliga underlag?
- 2009:8 Riksrevisorernas årliga rapport 2009
- 2009:9 Regeringens försäljning av V&S Vin & Sprit AB
- 2009:10 Psykiatrin och effektiviteten i det statliga stödet
- 2009:11 Försvarsmaktens personalförsörjning – med fokus på officersförsörjningen
- 2009:12 Hanteringen av unga lagöverträdare – en utdragen process
- 2009:13 Omställningskraven i arbetslöshetsförsäkringen
- 2009:14 Tillämpningen av den finanspolitiska ramverket. Regeringens redovisning i 2009 års ekonomiska vårproposition
- 2009:15 Sidas stöd till utveckling av kapacitet i mottagarländernas statsförvaltning
- 2009:16 Underhåll av belagda vägar
- 2009:17 Tillämpningen av det finanspolitiska ramverket. Regeringens redovisning i budgetpropositionen för 2010
- 2009:18 IT-investeringar över gränserna
- 2009:19 E-legitimation – en underutnyttjad resurs
- 2009:20 Jobbskatteavdraget
- 2009:21 Vad är Sveriges utsläppsrätter värda? Hanteringen och rapporteringen av Sveriges Kyotoenheter
- 2009:22 Jobb- och utvecklingsgaranti – en garanti för jobb?
- 2009:23 Länsplanerna för regional transportinfrastruktur
- 2009:24 Internationell skattekontroll. Skatteverkets informationsutbyte med andra länder

- 2009:25 Resursstyrning i högskolans grundutbildning
  - 2009:26 Statens garantier i finanskrisen
  - 2009:27 Kriminalvårdens arbete med att förebygga återfall i brott.  
Verkställighetsplanering och samverkan inför de intagnas frigivning
  - 2009:28 Studenternas anställningsbarhet – regeringens och högskolans  
insatser
  - 2009:29 Gäststudenter i högre utbildning – antagning till svenska lärosäten  
och prövning av uppehållstillstånd
  - 2009:30 Omlokalisering av myndigheter
  - 2009:31 Tillsynen av överförmyndarna - uppföljningsgranskning
- 2010 2010:1 Styrning inom arbetsmarknadspolitiken

Beställning: publikationsservice@riksrevisionen.se